



FACULTAD DE
DERECHO



UNIVERSIDAD
DE LA REPÚBLICA
URUGUAY

**CALIFICACIÓN DE RIESGO: ¿BAJO QUÉ CRITERIOS SE RESPALDAN LAS
CALIFICACIONES CREDITICIAS DE STANDARD & POOR'S?**

Relaciones Internacionales - Turno matutino - Plan 2013
Federica Fassani Chasar
5401581-9

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	3
II. CALIFICACIONES CREDITICIAS	3
III. CRITERIOS DE CALIFICACIÓN	4
III.I ¿QUÉ SON?	4
III.II CARACTERÍSTICAS	5
III.III ¿QUIÉN ESTÁ DETRÁS DE LOS CRITERIOS?	6
III.IV APLICACIÓN	6
III.V REVISIÓN	7
IV. CONCLUSIONES	7
V. BIBLIOGRAFÍA	9

I. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es explicar, desde un enfoque descriptivo, los criterios utilizados por la agencia de calificación de riesgo estadounidense Standard and Poor's (en adelante S&P) respecto a sus calificaciones crediticias. Además de enunciarlos, se destacarán sus características y su aplicabilidad en los procesos de calificación, entre otras cuestiones consideradas relevantes para el desarrollo del trabajo monográfico.

A modo de breve introducción histórica, el origen de las calificaciones crediticias de S&P se remonta hacia 1860, año en que Henry Varnum Poor publicó su obra sobre la *Historia de los Ferrocarriles y Canales de Estados Unidos*. De esta manera, Poor inició una campaña para dar a conocer detalles sobre las operaciones de las empresas, puesto que la falta de información de calidad disponible para los inversionistas era de su preocupación. La empresa ha publicado calificaciones crediticias desde 1916, ofreciendo sus servicios de análisis de riesgo crediticio a participantes del mercado en todo el mundo. Dichos participantes, ya sean empresas o gobiernos, al someterse a un proceso de calificación, están ampliando la flexibilidad de sus fuentes de financiación. De ahí la utilidad de las calificaciones crediticias: Según S&P (2023), *las calificaciones crediticias pueden facilitar el proceso de emisión y compra de bonos y de otras emisiones de deuda al ofrecer un indicador de riesgo crediticio relativo eficiente, ampliamente reconocido y de larga trayectoria* (p.5). Es de esta manera que, según S&P, las calificaciones pueden ser utilizadas como parámetro por parte de los inversionistas y otros participantes del mercado, para analizar la correspondencia entre el riesgo crediticio relativo de un emisor o emisión de deuda específica, con su propia tolerancia al riesgo o sus lineamientos de riesgo crediticio a la hora de tomar decisiones de inversión y negocio. Por ejemplo, a la hora de comprar instrumentos de deuda tales como bonos, los inversionistas podrían revisar la calificación crediticia del bono y compararla con el nivel de riesgo crediticio dispuestos a asumir. Dicho esto, podría considerarse que S&P ha tenido un rol fundamental en el desarrollo del mercado de capitales, así como en la promoción de la transparencia de información, siendo pionera en la cultura de la medición del riesgo.

II. CALIFICACIONES CREDITICIAS

Corresponde dar una definición de calificación crediticia para el desarrollo del trabajo: S&P (2023) afirma que, las calificaciones *expresan la opinión de la calificadora sobre la capacidad y voluntad de un emisor, que puede ser por ejemplo una empresa, estado o municipio, para cumplir con sus obligaciones financieras en tiempo y forma* (p.4). Ergo, puede concluirse que dichas calificaciones son opiniones sobre el riesgo crediticio. A su vez, siguiendo con la línea de lo establecido por S&P, las mismas se refieren a la calidad crediticia de una emisión específica de deuda, como puede ser un bono, ya sea de una empresa o municipio, y a la probabilidad relativa de incumplimiento de dicha emisión. Generalmente, las calificaciones se expresan con letras para indicar cada nivel, cuyo rango va, en el caso de la agencia abordada en este trabajo, de 'AAA' a 'D' para comunicar la opinión sobre el nivel relativo de riesgo crediticio, pudiendo modificarse las calificaciones de 'AA' a 'CCC' con un signo de más (+) o menos (-), para mostrar su posición relativa dentro de las principales categorías de calificación. Cabe destacar aquí, un concepto relevante directamente relacionado con la escala de calificaciones: el grado de inversión. Dicho término es utilizado para describir a emisores y emisiones que poseen niveles relativamente altos de capacidad de pago y calidad crediticia. Aquellos emisores y emisiones de deuda que poseen una calificación de 'BBB-' o más alta en la escala de calificaciones de largo plazo de S&P Global Ratings, son generalmente considerados con grado de inversión. No obstante, quienes reciben una calificación inferior a 'BBB-' son generalmente considerados con grado especulativo,

término que responde como contracara del grado de inversión, pues *se refiere a los instrumentos de deuda en los que el emisor tiene la capacidad de repagar, pero enfrenta incertidumbres importantes tales como circunstancias financieras o de negocio adversas que podrían afectar su riesgo crediticio.* (S&P, 2023, p.9).

Pese a lo expuesto, hay que tener en cuenta que estas clasificaciones no dejan de ser una cuestión de opinión. Si bien se trata de opiniones de calificación fundamentadas, desarrolladas por analistas de crédito de cuya experiencia y profesionalidad no caben dudas, existe cierta relatividad presente a la cual este trabajo se remite. Por ende, es menester determinar cuáles son los criterios que fundamentan dichas opiniones.

III. CRITERIOS DE CALIFICACIÓN

III.I ¿QUÉ SON?

Los criterios de calificación son principios, metodologías y supuestos públicos que nuestros analistas usan para asignar calificaciones; proveen el marco mediante el cual nuestros analistas evalúan la calidad crediticia (S&P, 2023, p.3). De esta manera, podría afirmarse que los criterios guían e informan a los analistas, para que el resultado de las calificaciones crediticia esté dotado de credibilidad y transparencia. Asimismo, S&P establece que los mismos pueden ser amplios, así como un marco general utilizado para la medición de la calidad crediticia de un emisor o emisión, o específicos, así como una fórmula cuantitativa que permita medir la suficiencia del flujo efectivo o del nivel de deuda. No obstante, también pueden tener ciertos matices; por ejemplo, la evaluación del panorama geopolítico o competitivo en el que una empresa opera.

En primer lugar, respecto a los principios, estos son los elementos fundamentales del riesgo crediticio y el tratamiento cualitativo y cuantitativo de la información que es considerada por la agencia, para concluir en una opinión de calificación. Estos elementos pueden incluir, de acuerdo a S&P (2023), *riesgo del negocio y riesgo financiero en el caso de la calificación de una empresa o institución financiera, o el riesgo geopolítico si se trata de un gobierno soberano* (p.3). Además, a la hora de evaluar emisiones de financiamiento estructurado, la agencia considera áreas fundamentales amplias, las cuales incluyen: *calidad crediticia de los activos, riesgos legales y regulatorios, estructura de pago y mecánica del flujo de efectivo, riesgos operativos y administrativos, y riesgo de contraparte* (S&P, 2023, p.3).

En segundo lugar, la metodología se dirige a los métodos específicos que rigen la aplicación de los principios de criterios a cada calificación o práctica. S&P (2023) menciona, a modo de ejemplo, *Empresas, Finanzas Públicas, o Instrumentos respaldados por activos* (p.3). Ergo, las metodologías de los criterios refieren a procesos; procesos que son específicos para la aplicación de los principios de los criterios, para así llegar a una calificación. Aquí podrían considerarse los indicadores cuantitativos específicos utilizados por la agencia para la evaluación de los flujos de efectivo tanto actuales como futuros, así como la capacidad para cubrir los gastos esperados de intereses para emisores en sectores específicos de la industria.

Por último, en lo que respecta a los supuestos, estos *son proyecciones, estimaciones, parámetros usados en los modelos y todos los demás tipos de expectativas cualitativas o cuantitativas que usamos para llegar a una opinión de calificación* (S&P, 2023, p.3). A modo de ejemplo, cabe mencionar supuestos que hace la agencia sobre el precio de algún bien comercializable en el corto y largo plazo, bajo ciertas condiciones del mercado.

III.II CARACTERÍSTICAS

A continuación se presentarán una serie de características que poseen los criterios de S&P:

- **Transparencia.** A través de la articulación de los criterios de forma transparente, la agencia aspira a favorecer el entendimiento de sus análisis del riesgo crediticio. De esta forma, S&P ofrece la posibilidad de que los participantes del mercado puedan tomar decisiones informadas respecto al riesgo crediticio. En adición, la agencia busca la transparencia de los criterios a través de tres caminos: en primer lugar, identificar los factores que consideran pueden impactar en la calidad crediticia de emisores y emisiones; en segundo lugar, explicar la manera en que distinguen los niveles de riesgos (bajo, medio, alto) para cada uno de los factores; en tercer lugar, describir la forma en que combinan los factores para concluir un calificación crediticia.
- **Balance entre factores cuantitativos y cualitativos.** Los criterios de la agencia representan un balance entre indicadores cuantitativos y evaluaciones cualitativas. De esta manera, no se estaría considerando lo cuantitativo como única variable a tomar en cuenta para la evaluación del riesgo crediticio, ya que, en palabras de S&P (2023), *no consideramos que capturen todos los rasgos del mundo real, lo que a veces puede contradecir la información que muestran los índices financieros o que ofrece un modelo cuantitativo* (p.4). Ergo, se confía en la capacitación, experiencia, juicio y habilidades de los analistas de calificaciones crediticias para la construcción de un análisis cualitativo que acompañe al cuantitativo, de forma que se complementen. Según la agencia, esto contribuye al respaldo del nivel de calidad y capacidad de comparación de sus calificaciones que, en sus palabras, *no sería posible si utilizáramos un enfoque puramente cuantitativo, automatizado o basado en modelos.* (S&P, 2023, p.4)
- **Accesibilidad.** Los criterios son claramente accesibles, puesto que se encuentran disponibles al público mediante diversos canales, para que contribuyan a los participantes del mercado a comprender mejor los análisis sobre los que se fundan las opiniones y asignaciones de S&P. La agencia cuenta con artículos, informes e índices en su sitio web (utilizados en este caso como apoyo bibliográfico para la realización del trabajo), que garantizan información actualizada sobre los criterios, metodologías, supuestos y fundamentos para refinar los criterios en momentos específicos.
- **Base para la comparación de calificaciones.** Los criterios permiten cierta comparabilidad en el tiempo entre sectores y clases de activos, de manera que ofrece a los participantes del mercado un parámetro que permita evaluar el riesgo crediticio de un gran conjunto de instrumentos de deuda. No cabe duda que uno de los principales cometidos de la agencia es dotar a dichos participantes de herramientas valiosas que les permitan hacer comparaciones respecto a riesgos crediticios de emisores o emisiones calificadas.
- **Ofrecen un parámetro global.** Debido a la pluralidad de emisores, es necesario un vocabulario común que describa la opinión de riesgo crediticio (léase calificación crediticia) para todos. Los criterios son la base de calidad y comparabilidad de las calificaciones crediticias de S&P, por lo que, las calificaciones que publica la agencia *generalmente corresponden con el mismo nivel aproximado de calidad crediticia en cualquier momento y donde quiera*

que se asignen, incluyendo emisores y emisiones ampliamente diferentes desde el punto de vista global (S&P, 2023, p.6).

- **Generan calificaciones crediticias prospectivas.** Los criterios permiten identificar riesgos crediticios que pueden llegar a impactar la calidad crediticia futura. Ergo, su aplicación para la asignación de calificaciones dota a la agencia de generar opiniones de calificación respecto a escenarios futuros. Sin embargo, cabe destacar que la prospectividad no garantiza que algún emisor no caerá en incumplimiento, por ejemplo.

III.III ¿QUIÉN ESTÁ DETRÁS DE LOS CRITERIOS?

El área crediticia de S&P está estructurada por tres grupos principales de profesionales, quienes se enfocan comúnmente en producir y mantener la calidad de las calificaciones, lo que se traduce en un respaldo de la integridad de los criterios de calificación. No obstante, trabajan en distintos niveles de la organización. Estos grupos son: los ejecutivos de criterios, los analistas y los ejecutivos de calidad.

En primer lugar, los ejecutivos de criterios son quienes desarrollan los mismos. Según S&P (2023), *son principalmente responsables de llevar a cabo el desarrollo, aprobación y revisión periódica de los criterios que usan nuestros analistas en el proceso de calificación (p.9).* Asimismo, siguiendo con lo establecido por S&P, son quienes encabezan los comités de criterios para la práctica de calificaciones que se les asigna; estos comités son responsables tanto de las revisiones de los criterios, de la aprobación de otros nuevos, como de las modificaciones de los mismos. El *Chief Credit Officer* de S&P cuenta con ejecutivos de criterios de todo el mundo y preside el Consejo de Políticas Analíticas (APB), encargado de supervisar todos los criterios de los distintos sectores, regiones y clases de activos).

En segundo lugar, los analistas de créditos son los encargados de aplicar los criterios, pues son quienes desarrollan las opiniones de calificación de la agencia. S&P (2023) agrega que, *los analistas pueden jugar un rol activo, junto con los criteria officers, en el desarrollo de los criterios y en el monitoreo de su aplicación (p.9).*

En tercer lugar, los ejecutivos de calidad se encargan de monitorear la adecuada aplicación de los criterios, apoyando así la calidad general de las calificaciones de la agencia. Deben también vigilar las calificaciones y las políticas relacionadas con ellas.

III.IV APLICACIÓN

Como se dijo anteriormente, los encargados de aplicar los criterios de calificación correspondientes para cada emisor y emisión son los analistas. Estos seguirán un proceso correctamente documentado basado en un análisis exhaustivo acorde a los criterios correspondientes. Al hacer esto, usan tanto indicadores cuantitativos, como sus evaluaciones analíticas, tendencias observadas y evaluación sobre la vulnerabilidad del emisor o emisión ante futuros riesgos. Posteriormente, llevados a cabo los análisis y la preparación de documentación relacionada a la calificación, esta será presentada ante un comité de calificación. Para entender mejor el proceso, corresponde citar a S&P (2023):

La gran cantidad de trabajo analítico que informa el proceso de calificación se engloba bajo la forma de lo que denominamos Perfil de la Metodología del Análisis de las Calificaciones (RAMP por sus siglas en inglés para Ratings Analysis Methodology Profile). El RAMP cubre los factores de calificación prescritos por los criterios aplicables. Con base en el resultado de los análisis cuantitativos y cualitativos

realizados por el equipo analítico, el analista principal presenta su opinión respecto de cada uno de estos factores de calificación, los cuales son posteriormente considerados por los miembros con derecho a voto del comité de calificación. En la reunión del comité de calificación se revisa todo el RAMP y se discute y vota para llegar a la calificación asignada. (p.10)

III.V REVISIÓN

Es una realidad que el mercado está en constante cambio y evolución, dando como resultado nuevos instrumentos de deuda. Por ende, es necesaria una evaluación continua de los criterios actuales, así como identificar aspectos que deban someterse a revisión. En este sentido, los analistas y especialistas crediticios de S&P están en constante interacción con los participantes del mercado, para así obtener comentarios acerca de los criterios, calificaciones y reportes publicados.

Respecto a los cambios en los criterios que se puedan llegar a realizar, estos buscarán ocuparse de la comparabilidad, relevancia y desempeño de largo plazo de las calificaciones de la agencia, pues los ajustes serán reflejo de situaciones que lleven consigo una necesidad de cambio fundamentada. Al respecto, S&P (2023) afirma que: *a veces necesitamos ajustarlos para reflejar ciertas situaciones, tales como experiencias previas, o para responder a nuevas estructuras o instrumentos financieros, o para reflejar otros cambios en nuestras opiniones* (p.14).

Es menester mencionar que S&P cuenta con un proceso formal para el desarrollo de sus criterios de calificación, así como para la realización de cambios en los mismos. No obstante en este trabajo no se abordará en detalle el proceso, cabe hacer una mera mención de sus cinco pasos: inicio, investigación, aprobación, diseminación y revisión periódica.

Asimismo, cabe mencionar que la emisión de criterios nuevos o revisiones puede implicar alteraciones en las calificaciones, que se reflejarán en un alza o baja de calificación crediticia para los emisores o emisiones.

IV. CONCLUSIONES

Siguiendo a Pena (2000), *En la medida en que se trata de medir aspectos tales como la voluntad de pago, o la capacidad futura de los gobiernos para hacer frente a sus obligaciones, el proceso de calificación tiene un carácter, por naturaleza, subjetivo* (p.2). Asimismo, se presentó en este trabajo el peso que tenía el componente cualitativo en las calificaciones, descartando la idea de construcción de calificaciones puramente cuantitativas. Es por esto que, por más esfuerzos de respaldo de credibilidad de las calificaciones que busquen brindarles un carácter objetivo, no hay que olvidar que en el fondo, su carácter sigue siendo subjetivo. Nos encontramos dentro de las ciencias sociales, donde la principal dificultad está en ser protagonistas del objeto de estudio; los analistas (personas) son quienes analizan a los participantes del mercado (también personas, aunque no directamente en todos los casos). Por ende, el análisis se torna subjetivo desde el fondo.

A modo de cierre, en este trabajo se considera importante tener en cuenta la subjetividad de las opiniones, sin subestimar las habilidades y capacidades de los analistas crediticios. De esta forma, se considera también que los participantes del mercado deben aprovechar todas las herramientas útiles mencionadas en el desarrollo del trabajo, pues es un privilegio poder

acceder a ese tipo de información en un mundo tan cambiante y globalizado, donde las decisiones a tomar respecto al mercado no son fáciles. No obstante, dichos participantes deben tener en cuenta que las calificaciones crediticias no son recomendaciones de inversión, así como tampoco son medidas absolutas de la posibilidad de incumplimiento, pues no forman parte de una ciencia exacta.

V. BIBLIOGRAFÍA

Alejandro Pena, 2000. *La calificación del riesgo soberano Análisis de sus determinantes*, Documentos de trabajo 2000005, Banco Central del Uruguay.

Standard and Poors. *Guía sobre aspectos fundamentales de las Calificaciones Crediticias ¿Qué son las calificaciones crediticias y cómo funcionan?* Recuperado el 25/10/2023 de <https://disclosure.spglobal.com/ratings/es/regulatory/delegate/getPDF?articleId=3071478&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION&defaultFormat=PDF>

Standard and Poors. *Guía sobre los Criterios de las Calificaciones Crediticias: Por qué son importantes los criterios y cómo se aplican.* Recuperado el 25/10/2023 de <https://disclosure.spglobal.com/ratings/es/regulatory/article/-/view/sourceId/100003810>